

**DETERMINASI KEPUTUSAN HEDGING
DENGAN INSTRUMEN DERIVATIF KEUANGAN**
Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2016

Hilda Utami

hildauu@gmail.com

Sriyanto

sriyantojoyo@yahoo.com

Intan Purbasari

intanadimanggala@gmail.com

Universitas Sultan Ageng Tirtayasa

Abstract

This study conducted to see the effect of the company's firm size, leverage, growth opportunity and profitability on the decision of hedging with derivative instruments on manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange period 2011-2016. Sample in this study uses 34 companies by using purposive sampling method. This study uses a quantitative approach and data used secondary data. The analytical method used is logistic regression. The results shower that the variable firm size and growth opportunity have a significant positive effect on hedging decision making. The variable leverage and profitability did not influence hedging decision in Indonesian manufacturing companies. This study show that the higher value of firm size will increase the probabability of using hedging activity in manufacturing companies in Indonesia.

Key word: *firm size, leverage, growth opportunity, profitability, hedging*

PENDAHULUAN

Arus globalisasi yang semakin pesat menyebabkan tidak adanya batasan antar Negara dalam melakukan hubungan internasional, hal ini membuka kesempatan bagi perusahaan untuk melakukan bisnis internasional. Bisnis internasional adalah transaksi-transaksi yang telah direncanakan dan dilakukan dengan melewati batasan antar Negara untuk mencapai tujuan individu atau organisasi. Bisnis internasional terjadi atas pengaruh dari perkembangan globalisasi yang cepat, adapun faktor-faktor yang mendorong terjadinya globalisasi adalah faktor politik, faktor teknologi, faktor pasar, faktor biaya, dan faktor persaingan (Ball et al., 2014: 12).

Banyak hal yang mendukung terjadinya perdagangan internasional, salah satu alasannya adalah teori keunggulan komparatif (*theory of comparative advance*) yang dikembangkan oleh David Ricardo menurutnya hal yang dapat menguntungkan bagi negara apabila mereka mengkhususkan pada produksi barang-barang yang dapat mereka hasilkan secara efisien dan kemudian memperdagangkan barang tersebut ke negara lain (Eun et al., 2013: 16).

Dalam melakukan transaksi dengan perusahaan domestik akan berbeda saat melakukan transaksi dengan perusahaan asing, dimana masalah yang dihadapi akan semakin sulit karena adanya mata uang yang berbeda di setiap negara, selain itu juga adanya perbedaan budaya, kebijakan hukum dalam perdagangan dan batasan wilayah (Griffin et al., 2005: 185).

Perbedaan tersebut tentunya akan menimbulkan risiko yang lebih besar, jika risiko tersebut tidak diperhatikan dengan hati-hati dan tidak diatur dengan baik maka akan mengakibatkan risiko yang sangat besar dalam perusahaan juga negara. Risiko yang sangat sering dihadapi dalam perdagangan internasional adalah adanya fluktuasi nilai tukar, suku bunga, juga harga komoditas yang dapat memberikan dampak negatif terhadap arus kas, nilai perusahaan, serta dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan (Putro dan Chabachib 2012). Tentu saja risiko terbesar yang akan dihadapi dalam perdagangan internasional adalah fluktuasi nilai tukar, nilai tukar *ekuilibrium* akan berubah seiring dengan berubahnya kurva permintaan dan penawaran. Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai tukar yaitu laju inflasi, suku bunga, tingkat pendapatan, kontrol pemerintah dan ekspektasi (Madura., 2000: 89).

Risiko adalah hal yang tidak bisa dihindari dan dapat muncul kapan saja. Risiko bisnis dapat berdampak pada kondisi perusahaan baik secara langsung ataupun tidak langsung. Risiko memiliki dua karakter yaitu, merupakan ketidakpastian yang bila terjadi akan menimbulkan kerugian, dapat disimpulkan bahwa risiko muncul karena adanya ketidakpastian (Hanafi., 2016: 62).

Tufano (1996), menguraikan teori-teori motif *hedging* oleh perusahaan menjadi dua kelompok, yaitu: teori motif *hedging* berdasarkan paradigma maksimalisasi kekayaan pemegang saham (*shareholders wealth maximization*) dan maksimalisasi kepuasan manajer (*managers utility maximization*). Adapun teori- terori motif *hedging* berdasarkan paradigma *shareholders wealth maximization* adalah: (1) hipotesis intensif atau penghemat pajak, (2) hipotesis pengurangan biaya-biaya transaksi yang berkaitan dengan risiko kepailitan, (3) hipotesis peningkatan kapasitas hutang (*debt capacity*) yang juga meningkatkan perlindungan hutang pajak (*debt-tax shield*), dan (4) hipotesis pengurangan permasalahan *underinvestment* dan *asset pengganti* (*asset substitution*) sehubungan dengan masalah keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dengan kreditur. Sedangkan yang termasuk dalam kelompok paradigmemaksimalkan kepuasan manajer (*managers utility maximization*) adalah: (1) hipotesis perilaku tidak menyukai risiko (*risk aversion*) dari

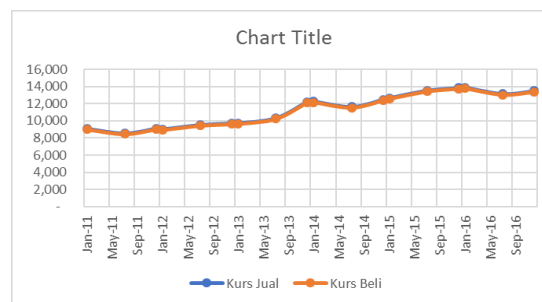
manajer yang kekayaannya tidak diportofoliokan dengan baik (*well-diversified*) (2) hipotesis signaling reputasi, kemampuan dan kompetensi manajer.

Lindung nilai atau *hedging* merupakan kontrak yang bertujuan melindungi eksposur terhadap nilai tukar (Madura., 2000: 275). Secara umum *hedging* merupakan sebuah tindakan manajemen risiko yang dilakukan oleh investor atau pemegang saham untuk meminimalisir atau menghindari probabilitas kerugian yang disebabkan karena kurs, suku bunga, harga saham ataupun komoditas. Prinsip hedging adalah menutupi kerugian posisi asset awal dengan keuntungan dari posisi instrument hedging (T Sunaryo., 2007: 23). Hedging dapat dilakukan melalui kontrak forward, opsi, melalui pasar uang (*money market hedge*), pengalihan risiko dengan cara melakukan penjualan terhadap mata uang yang mengalami penguatan (*apresiasi*) dan melakukan pembelian terhadap mata uang yang mengalami *depresiasi*, manajemen kiuitansi (*invoice*) dan exposure bersih (*netting exposure*) (Hanafi., 2003: 251).

Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan non keuangan yang memiliki kontribusi besar dalam perekonomian di Indonesia. Berdasarkan angka Produk Domestik Bruto (PDB) menurut harga konstan 2010, pada tahun 2015 kontribusi sektor industri manufaktur terhadap perekonomian sebesar 18,18 persen. Pada tahun 2012 kontribusi setor industri manufaktur terhadap perekonomian sebesar 17,99 persen, tahun 2013 sebesar 17,74 persen dan tahun 2014 sebesar 17,89 persen. Dengan kondisi seperti itu tampak bahwa pada periode tahun 2012-2015 kontribusi industri pengolahan selalu meningkat. Perusahaan manufaktur juga merupakan penyumbang terbesar ekspor Indonesia di 2016 dimana kontribusi ekspor sektor manufaktur mencapai 76 persen (Badan Pusat Statistik, 2016).

Sehingga perusahaan manufaktur perlu menggunakan derivatif untuk kepentingan *hedging* untuk melindungi dari fluktuasi kurs valuta asing, suku bunga, saham dan komoditas.

Grafik Pergerakan Kurs Rupiah Terhadap Dollar Amerika Serikat



Sumber: www.bi.go.id (diolah)

Berdasarkan Grafik 1.2 terlihat bahwa terjadi fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap dolar selama 6 tahun terakhir 2011-2016 dimana nilai tukar rupiah cenderung mengalami kenaikan. Pada tahun 2013, Bank Indonesia (BI) mencatat rupiah menjadi mata uang paling terpuruk di kawasan Asia. Pelemahan atau depresiasi nilai tukar rupiah terhadap dolar mencapai 26,27%.

Gubernur Bank Indonesia (BI) Agus Martowardojo mengatakan, ada sejumlah hal yang membuat rupiah tertekan tahun 2013. Salah satunya adalah tingginya defisit transaksi berjalan (current account deficit), akibat neraca perdagangan perdagangan defisit. Tingginya kebutuhan impor, khususnya BBM, membuat kebutuhan dolar dalam negeri naik. Belum lagi dari luar negeri, ada sentimen negatif akibat rencana bank sentral AS yaitu Federal Reserves atau The Fed mengurangi paket stimulusnya. Ini membuat dana-dana asing dari negara berkembang ditarik, termasuk di Indonesia. Bahkan pada pertengahan 2013 lalu, tepatnya di Juni, dana asing dari surat berharga negara (SBN), sertifikat Bank Indonesia (SBI), dan saham keluar Rp 40,01 triliun (finance.detik.com., 2014). Kurs rupiah pada tahun 2015 juga ditutup dengan menempati posisi depresiasi paling jeblok di Kawasan Asia, terkoreksi 10,15% ke level Rp 13.788 per USD (m.bisnis.com).

Fluktuasi atau ketidakpastian nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing dapat menyebabkan terjadinya risiko bisnis, terutama pada perusahaan manufaktur yang kegiatannya tidak lepas dari kegiatan ekspor-impor sehingga para manajer melakukan berbagai upaya untuk mengurangi atau menghilangkan risiko tersebut yaitu dengan melakukan keputusan *hedging*.

Selain didorong oleh faktor-faktor eksternal, faktor-faktor internal perusahaan dalam melakukan aktivitas *hedging* dengan instrumen derivatif seperti *leverage*, *profitabilitas*, *likuiditas*, *growth opportunity*, biaya utang, pengurangan pajak, dan biaya investasi sesuai dengan *shareholder value maximization theory* dimana perusahaan melakukan manajemen risiko guna meningkatkan nilai pemegang saham. Permasalahan yang dapat dikurangi

dengan *hedging* terkait dengan nilai pemegang saham adalah (1) *financial distress*, (2) *underinvestment problem*, dan (3) *assets substitution problem* (Repie dan Sedana, 2014).

Perusahaan berskala besar khususnya MNC tentu memiliki aktivitas operasional yang luas karena adanya kemampuan untuk bertransaksi ke berbagai negara, sehingga semakin besar pula risiko yang akan dihadapi perusahaan karena fluktuasi nilai tukar sehingga perusahaan perlu melakukan kebijakan *hedging* untuk mengurangi risiko tersebut. Maka semakin besar ukuran perusahaan akan semakin besar alasan perusahaan melakukan *hedging*. Hal ini didukung oleh penelitian Ida Ayu et al (2016), Gatot Nazir et al (2015), dan Fika Saragih et al (2017) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*. Namun hasil berbeda ditunjukkan dalam penelitian Sang et al (2013) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Perusahaan multinasional yang melakukan transaksi antarnegara juga membutuhkan modal lebih besar sehingga untuk memperoleh modalnya perusahaan dapat menggunakan utang (*leverage* keuangan). Perusahaan dapat melakukan pembiayaan melalui Utang Luar Negeri (ULN). Penggunaan utang dapat membantu perusahaan dalam membiayai produksi dan ekspansi usaha, tetapi disisi lain penggunaan utang luar negeri dalam jumlah besar sangat dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar. Untuk mengatasi risiko fluktuasi nilai tukar biasanya perusahaan melakukan kegiatan lindung nilai menggunakan instrument derivatif (Nguyen and Faff, 2002). Hal ini didukung dalam penelitian yang dilakukan oleh Novita et al (2017) yang menyatakan bahwa aktivitas *hedging* dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh *leverage*. Namun hasil yang berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan Gatot et al (2015) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Market to book value merupakan proksi dari *growth opportunities*. *Market to book value* menunjukkan nilai perusahaan dengan cara membandingkan nilai pasar perusahaan (*Market Value-MV*) dengan nilai buku perusahaan (*Book Value-BV*) dan mengindikasikan pandangan investor terhadap nilai perusahaan. Jika *market to book value* suatu perusahaan tinggi, hal tersebut menunjukkan bahwa *growth opportunity* perusahaan tersebut tinggi (Dewi dan Purnawati, 2016).

Perusahaan yang memiliki peluang bertumbuh yang tinggi cenderung akan melakukan *hedging* sebagai salah satu alternatif investasinya. Hal ini sesuai dengan penelitian yang

dilakukan oleh Repie et al (2014) dan Friska (2017) yang menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*. Namun hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Muunthe et al (2016) yang menyatakan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2014). Dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung lebih cepat melakukan ekspansi bisnis, karena pasar internasional bersifat dinamis maka setiap perubahan dapat menyebabkan kerugian bagi perusahaan yang melakukan transaksi dalam jumlah besar. Perusahaan akan membutuhkan *hedging* untuk mengurangi risiko tersebut. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ida Ayu (2016) dan Nadia (2015) yang menyatakan bahwa *profitabilitas* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*. Namun hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan Jang (2011) yang menyatakan bahwa *hedging* memiliki hubungan yang negatif dengan profitabilitas.

Dari latar belakang yang telah dijelaskan, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *firm size*, *growth opportunity*, *leverage*, dan profitabilitas terhadap keputusan *hedging* pada perusahaan manufaktur di Indonesia tahun 2011-2016.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Lindung Nilai (*Hedging*)

Lindung nilai atau *hedging* merupakan kontrak yang bertujuan melindungi eksposur terhadap nilai tukar (Madura, 2000: 275). Menurut Brigham dan Houston (2010:259), *hedging* atau lindung nilai adalah transaksi yang digunakan untuk menurunkan risiko. *Hedging* dilakukan oleh suatu perusahaan atau individu untuk melindungi terhadap suatu perubahan harga yang akan memberikan dampak negatif pada laba.

Penelitian ini menggunakan Model Respon Dikotomis (MRD). Model ini diukur menggunakan variabel *dummy*. Sebagaimana dinyatakan dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 55 (Ikatan Akuntan Indonesia, 2002) adalah *dummy* aktifitas *hedging*.

Instrumen Derivatif

Instrument derivatif merupakan strategi *hedging* yang dilakukan oleh perusahaan non keuangan atas transaksi-transaksi keuangannya. Derivatif merupakan kontrak antar dua pihak untuk membeli atau menjual sejumlah barang (aktiva finansial ataupun

komoditas) pada tanggal yang telah disepakati dan dimasa yang akan datang dengan harga yang telah disetujui saat ini (Utomo, 2000: 53). Instrument derivatif yang digunakan sebagai strategi *hedging* perusahaan yaitu *kontrak forward*, *swap*, *future*, dan *opsi*.

1. Kontrak *Forward*

Kontrak *forward* adalah kontrak antara pihak-pihak (pembeli dan penjual) untuk membeli atau menjual sesuatu di kemudian hari dengan harga yang telah disepakati hari ini. Kontrak *forward* memberikan kepastian untuk dapat mengkonversi ke mata uang yang diinginkan dengan harga yang telah ditentukan sejak awal (Van Horne & Wachowicz., 2014: 433).

2. *Swap*

Swap adalah transaksi dimana dua pihak setuju untuk saling membayar serangkaian arus kas selama periode waktu tertentu, dimana bank berfungsi sebagai perantara perantara antara dua belah pihak yang ingin melakukan *swap* (Madura., 2000: 344). *Swap* merupakan salah satu teknik *hedging long-term transaction exposure* untuk menghindari risiko valas (Hamdy Hadi., 2016: 191).

3. Kontrak *Future*

Kontrak *future* atau berjangka merupakan kontrak atau kesepakatan terstandar antara dua pihak (pembeli dan penjual) untuk menghendaki penyerahan atau pengiriman komoditas, mata uang asing, atau instrument keuangan dengan harga tertentu pada tanggal yang telah disepakati di masa mendatang.

4. Opsi

Opsi merupakan sebuah kontrak antara dua pihak dimana pihak yang membeli kontrak disebut *Taker* mempunyai hak, namun bukan kewajiban untuk membeli (*call*) atau menjual (*put*) jumlah tertentu pada tanggal (kadaluarsa) tertentu (Van Horne & Wachowicz., 2014: 437). Untuk mendapatkan hak tersebut, pihak *Taker* membayar sejumlah premi pada si penjual kontrak tersebut (*writer*). Instrumen dasarnya dapat berupa saham, indeks saham, mata uang asing dan juga komoditas (Martalena & Maya Malinda., 2011: 91).

Firm Size

Menurut Bambang Riyanto (2013: 299) yang dimaksud ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari besarnya ekuitas, nilai penjualan, dan total aktiva.

Semakin besar suatu perusahaan risiko yang dapat diterimapun semakin besar, mereka cenderung lebih banyak melakukan aktivitas *hedging* untuk melindungi aset mereka. Karena dampak yang ditimbulkan suatu risiko dalam perusahaan besar lebih berdampak besar, maka mereka akan memberlakukan suatu manajemen risiko yang lebih ketat dibandingkan perusahaan kecil. Rumus dalam menghitung ukuran perusahaan adalah:

$$\text{Firm Size} = \ln(\text{total aset})$$

Leverage

Leverage merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk menunjukkan sejauh mana pendanaan dari hutang digunakan jika dibandingkan dengan pendanaan ekuitas. Perbandingan rasio ini digunakan untuk memberi informasi umum tentang nilai kredit dan risiko keuangan dari perusahaan itu sendiri (Van Horne & Wachowicz., 2014: 138). Rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah DER (*debt equity ratio*), DER digunakan untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (*kreditor*) dengan pemilik perusahaan, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan utang. Bagi *kreditor*, semakin besar rasio ini, akan semakin tidak menguntungkan karena akan semakin besar risiko yang ditanggung atas kegagalan yang mungkin terjadi di perusahaan (Kasmir., 2014: 158). Rumus *debt to equity ratio* (DER) yaitu sebagai berikut:

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}}$$

Growth Opportunity

Growth opportunity yang tinggi menunjukkan peluang perusahaan untuk dapat memperluas kegiatan operasinya, hal ini membuat perusahaan dapat mempertahankan kelangsungan hidupnya, sehingga untuk dapat menjawab kesempatan tersebut, kebutuhan dana dalam jumlah yang besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut di masa yang akan datang sangat dibutuhkan.

Market to book value merupakan proksi dari *growth opportunities*. *Market to book value* menunjukkan nilai perusahaan dengan cara membandingkan nilai pasar perusahaan (*Market Value- MV*) dengan nilai buku perusahaan (*Book Value- BV*) dan mengindikasikan pandangan investor terhadap nilai perusahaan (Najibullah., 2005: 78).

Growth Opportunity yang diproksikan dalam *market to book value* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Growth Opportunity = \frac{MVE}{BVE}$$

$$MVE = \frac{EAT}{EPS} \times Closing Price$$

$$BVE = Total Asset - Total Liabilities$$

Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang berkaitan dengan penjualan, total aktiva, dan modal sendiri. Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Return On Asset* (ROA). *Return On Asset* menunjukkan efektivitas kinerja perusahaan dalam memperoleh laba dengan menggunakan aktiva yang dimiliki. Rumus untuk mencari besaran ROA adalah sebagai berikut:

$$Return On Assets (ROA) = \frac{Earning After Interest and Tax (EAT)}{Total Assets}$$

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Hedging

Perusahaan yang lebih besar tentunya memiliki aktivitas operasional yang luas dan lebih berisiko karena adanya kemampuan yang lebih besar untuk bertransaksi hingga ke berbagai negara. Ketika perusahaan dengan ukuran yang besar beroperasi di berbagai negara, maka perusahaan tersebut akan menggunakan mata uang yang berbeda-beda. Dalam menjalankan kegiatan bisnisnya tersebut, perusahaan akan menemui risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Untuk menghadapi risiko ini, perusahaan dapat menerapkan kebijakan *hedging*. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka akan semakin besar alasan perusahaan untuk melakukan aktivitas *hedging* dalam rangka melindungi perusahaan dari risiko fluktuasi nilai tukar mata uang. Perusahaan besar juga cenderung menggunakan derivatif untuk melindungi eksposur risiko daripada perusahaan kecil karena mereka memiliki sumber daya dan pengetahuan yang diperlukan untuk melakukannya. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, ukuran perusahaan akan berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* dan sesuai dengan penelitian Ida Ayu Putu Megawati et.al (2016), Kartini dan Rif'ad (2012), dan Gatot Nazir Ahmad et.al (2015).

H1= Ukuran Perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*

Pengaruh Leverage Terhadap Keputusan Hedging

DER sendiri merupakan proksi dari rasio leverage keuangan. Menurut Irham Fahmi (2013: 72) mengatakan bahwa rasio leverage memperlihatkan seberapa berat hutang perusahaan, sehingga dapat dikatakan rasio ini dapat mengetahui bagaimana kemampuan perusahaan untuk menggunakan uang yang dipinjam.

Rasio hutang yang tinggi membuat perusahaan tersebut mempunyai banyak alternatif pendanaan dalam mendanai segala macam kegiatan perusahaan, baik dari kebutuhan operasional maupun kebutuhan ekspansi yang membuat perusahaan tersebut semakin besar. Ketersediaan dana tersebut memperlancar aliran kas yang mendukung segala macam kegiatan untuk menjawab permintaan pasar dan meningkatkan profitabilitas. Penggunaan hutang yang lebih besar dibandingkan dengan kuantitas modal yang dimiliki menyebabkan berbagai permasalahan baru, seperti meningkatkan biaya kebangkrutan, biaya keagenan, tingkat pengembalian bunga yang lebih tinggi, dan terciptanya informasi asimetris yang dijelaskan pada teori Modigliani Miller. Ketika sebuah perusahaan memiliki rasio hutang yang tinggi, maka akan semakin besar keputusan perusahaan untuk melakukan *hedging* untuk mengurangi risiko yang terjadi, karena apabila perusahaan tidak dapat menyelesaikan kewajibannya akan berakibat pada kerugian atau yang lebih buruk adalah kebangkrutan.

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ida Ayu Putu et.al (2016), Al Fatimia et.al (2015) dan Nyoman Norita (2017).

H2= Leverage berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

Pengaruh Growth Opportunity Terhadap Keputusan Hedging

Growth Opportunity yang tinggi menunjukkan peluang perusahaan untuk dapat memperbesar operasinya semakin besar, hal ini membuat perusahaan dapat mempertahankan kelangsungan hidupnya, sehingga untuk dapat menjawab kesempatan tersebut, kebutuhan dana dalam jumlah yang besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut di masa yang akan datang sangat dibutuhkan. Oleh karena itu perusahaan akan mempertahankan pendapatan yang diperoleh untuk diinvestasikan kembali dan pada waktu yang bersamaan perusahaan tetap menggunakan alternatif pendanaan melalui hutang dalam jumlah yang lebih besar.

Perusahaan yang memiliki peluang bertumbuh yang tinggi cenderung akan melakukan *hedging* sebagai salah satu alternatif investasinya. Kesempatan tumbuh yang tinggi menunjukkan nilai perusahaan yang baik dibandingkan perusahaan yang lainnya.

Perusahaan seperti ini cenderung memilih hutang sebagai pendanaan, berbeda dengan perusahaan yang memiliki laju pertumbuhan yang lambat. Pendanaan lewat hutang akan menambah risiko yang dimiliki perusahaan seperti contohnya risiko gagal bayar. Hal inilah yang mendorong perusahaan untuk mengambil keputusan menggunakan *hedging* untuk melindungi perusahaannya hal ini sesuai dengan penelitian Fika saragih dan Musdholifah (2017), Gatot Nazir Ahmad et.all (2015), Nyoman Norita dan Gede Merta (2017) dan Inge Lengga Sari et.all (2016).

H3= *Growth opportunity* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging*

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Keputusan Hedging

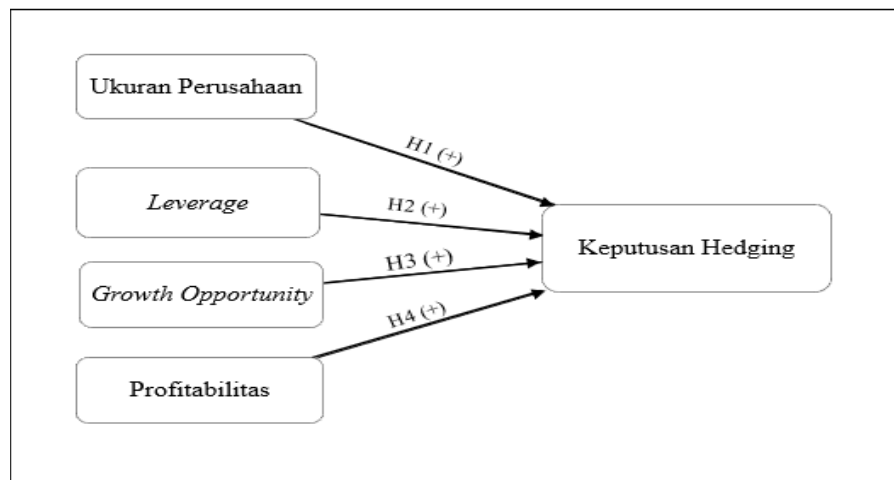
Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang berkaitan dengan penjualan, total aktiva, dan modal sendiri. Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Return On Asset* (ROA). *Return On Asset* menunjukkan efektivitas kinerja perusahaan dalam memperoleh laba dengan menggunakan aktiva yang dimiliki. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung lebih cepat melakukan ekspansi bisnis. Pasar internasional bersifat dinamis, maka setiap perubahan yang terjadi didalamnya dapat menyebabkan kerugian bagi perusahaan yang melakukan transaksi dalam jumlah besar. Perusahaan akan membutuhkan kebijakan *hedging* untuk mengurangi risiko ini. Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* berpengaruh positif terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur. Ini sesuai dengan penelitian Nadia Henelitz Martha (2015), Ida ayu Putu Megawati et.all (2016) dan Inge Lengga Sari et.all (2016).

H4= Profitabilitas berpengaruh positif terhadap keputusan *Hedging*

Kerangka Teoritik

Berdasarkan deskripsi konseptual dan penelitian terdahulu yang relevan yang telah disampaikan diatas, dapat dibentuk kerangka pemikiran seperti yang tergambar pada gambar, sebagai berikut:

Gambar Kerangka Pemikiran



METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2016. Populasi dalam penelitian ini berjumlah 144 perusahaan. Sedangkan penentu sampel yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan Teknik *purposive sampling* atau pemilihan sampel atas kriteria yang sudah ditentukan, adapun kriteria-kriteria pada penelitian ini adalah:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011-2016.
2. Perusahaan yang menyampaikan laporan keuangan secara kontinyu yang telah di audit periode 2011-2016.
3. Perusahaan yang memiliki eksposur transaksi (memiliki utang dan piutang dalam mata uang asing) selama periode 2011-2016.
4. Perusahaan manufaktur yang memiliki data memadai untuk penelitian pada periode tahun 2011-2016.

Berdasarkan populasi sebanyak 144 perusahaan manufaktur dan kriteria yang sudah ditentukan diatas, diperoleh sampel sebanyak 34 perusahaan manufaktur yang sesuai dengan *purposive sampling*.

Sumber data yang diperoleh dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang telah ada pada lembaga tertentu yang telah mengumpulkan data dan telah dipublikasikan dimana data tersebut dapat digunakan oleh masyarakat sebagai informasi atau sebagai bahan penelitian. Data sekunder dalam penelitian ini merupakan laporan

keuangan tahunan perusahaan perbankan periode 2012-2015 yang didapatkan dari situs web resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu dari www.idx.co.id, www.sahamok.com, dan juga Indonesia Capital Market Directory (ICMD), dan sumber lainnya.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah kuantitatif, yaitu penelitian yang digunakan untuk meneliti populasi atau sampel tertentu dan pengumpulan data yang dilakukan dengan menggunakan instrumen penelitian, analisis data yang sifatnya kuantitatif/statistik dengan tujuan menguji hipotesis yang telah ditetapkan (Sugiyono, 2016:8). Pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dokumentasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi logistik, karena variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel kategorikal, dimana akan diberi nilai 0 apabila perusahaan tidak melakukan aktivitas hedging dan 1 apabila perusahaan melakukan aktivitas hedging. Regresi logistik adalah sebuah bentuk regresi yang di formulasikan untuk memprediksi dan menjelaskan sebuah variabel dependen kategorikal dua grup (*binary two group*) (Hair, et al., 2010). Adapun model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = b_0 + b_1 \text{LnTA} + b_2 \text{DER} + b_3 \text{MVE/BVE} + b_4 \text{ROA}$$

Hasil dari regresi logistic yang telah dilakukan dapat dilihat pada tabel 2 berikut:

Tabel 2: Hasil Regresi Statistik (Uji Wald)

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 LnTA	0,538	0,121	19,609	1	0,000	1,712	1,349	2,172
DER	-0,007	0,025	0,090	1	0,765	0,993	0,946	1,042
MBV	0,146	0,072	4,134	1	0,042	1,157	1,005	1,331
ROA	1,906	2,144	0,790	1	0,374	6,724	0,101	449,231
Constant	-16,276	3,572	20,759	1	0,000	0,000		

Sumber: Olahan Hasil SPSS

Hipotesis kerja pertama mengatakan bahwa “Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging*”. Terlihat pada tabel 4.8, nilai koefisien regresi bernilai positif yaitu 0,538 dan nilai statistik *wald* atas variabel *logaritma natural dari total aset* (LnTA) sebagai proksi dari rasio ukuran perusahaan sebesar 19,609 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari α (sebesar 5%), maka H_1 diterima. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur.

Hasil pengujian ini memiliki kesamaan hasil penelitian dengan Ida Ayu et al (2016), Gatot Nazir et al (2015), dan Fika Saragih (2017), yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Hipotesis kerja kedua menyatakan bahwa “*Leverage* berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging*”. Terlihat pada tabel 4.8, nilai koefisien regresi bernilai negatif yaitu sebesar -0,007 dan nilai statistik *wald* atas variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai proksi dari rasio *leverage* sebesar 0,090 dengan nilai signifikansi 0,765. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari α (sebesar 5%) maka H_2 ditolak. Hasil dari olah data penelitian ini yaitu berpengaruh negatif namun tidak signifikan, ini berarti *leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gatot et al (2015) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Hipotesis kerja ketiga menyatakan bahwa “*Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging*”. Terlihat pada tabel 4.8, nilai koefisien regresi bernilai positif yaitu sebesar 0,146 dan nilai statistik *wald* atas variabel *Market to Book Value* (MBV) sebagai proksi dari rasio *Growth Opportunity* sebesar 4,134 dengan nilai signifikansi 0,042. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari α (sebesar 5%) maka H_3 diterima. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa *Growth Opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur.

Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Renno Reynaldi et al (2013), Indra Aslikan (2015), Gatot et al (2015), Maria & Mahfudz (2016) menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *hedging*.

Hipotesis kerja keempat menyatakan bahwa “Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Keputusan *Hedging*”. Terlihat pada tabel 4.8, nilai koefisien regresi bernilai positif yaitu sebesar 1,906 dan nilai statistik *wald* atas variabel *Return on Assets* (ROA) sebagai proksi dari rasio Profitabilitas sebesar 0,790 dengan nilai signifikansi 0,374. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari α (sebesar 5%) maka H_4 ditolak. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging* perusahaan manufaktur.

Hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Shaari et al (2013) dan Jang (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi cenderung tidak terlibat dalam aktivitas lindung nilai (*hedging*).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Perdagangan internasional dilakukan untuk memenuhi kebutuhan baik barang atau jasa, berdasarkan teori keunggulan komparatif (*theory of comparative advantage*) dari David Richardo suatu negara dapat mendapatkan keuntungan dari perdagangan internasional apabila mereka dapat mengkhususkan produksi barang secara efisien dan memperdagangkan barang tersebut ke negara lain. Melakukan transaksi internasional tentu akan lebih sulit dibandingkan melakukan transaksi domestik. Kesulitan yang dihadapi tersebut terjadi karena adanya perbedaan mata uang, kebijakan dan budaya. Perbedaan tersebut dapat menimbulkan risiko bisnis yang lebih besar.

Risiko yang sering dihadapi dalam perdagangan internasional adalah risiko fluktuasi mata uang (*valas*). Fluktuasi mata uang berpotensi memberikan dampak negatif terhadap arus kas maupun nilai perusahaan (*firm value*) yang dapat menimbulkan kebangkrutan. Untuk meminimalisir atau menghindari dampak negatif dari fluktuasi *valas* maka perusahaan dapat melakukan kebijakan *hedging* dengan instrument derivatif.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size* dan *growth Opportunity* berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging*. Perusahaan besar dan perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak melakukan aktivitas operasional luar negeri yang lebih banyak, sehingga perusahaan perlu melakukan *hedging* untuk mengurangi dampak dari risiko fluktuasi kurs valuta asing. Sementara leverage dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap keputusan *hedging*.

Saran

1. Bagi peneliti selanjutnya, dapat menambahkan proksi-proksi lain yang berkaitan dengan *financial distress*, *asset substitution*, dan *underinvestment problem* dalam teori aktivitas *hedging* yaitu *shareholders value maximization theory*. Sehingga dapat memperluas kajian tentang determinan keputusan *hedging* di perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia.

2. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan sektor perusahaan yang berbeda sebagai sampel maupun dengan menambahkan periode waktu penelitian untuk memperluas pengujian terhadap teori yang berkaitan dengan penggunaan *hedging*.
3. Bagi investor, dapat mempertimbangkan variabel ukuran perusahaan dan *growth opportunity* yang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan *hedging* sebagai penilaian terhadap kemampuan perusahaan dalam melindungi usahanya sebelum berinvestasi pada perusahaan tersebut.
4. Bagi perusahaan yang melakukan transaksi internasional, khususnya pihak manajer perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi aktivitas *hedging*, sehingga dapat mengambil keputusan yang tepat dalam meminimalisir berbagai risiko pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, Faisal. 2001. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Cetakan Pertama. Malang: Universitas Muhammadiyah Malang.
- Arikunto, S. 2013. *Prosedur Penelitian: Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Ball, Donald A (et.all). 2014. *Bisnis Internasional*. Edisi 12 Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston. 2013. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11 Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Chance, Don M and Brooke. 2008. *An Introduction to Derivatives and Risk Management*. Seventh Edition. Canada Thomson South-Western.
- D Levi, Murice. 2001. *Keuangan Internasional*. Buku 1. Yogyakarta: Andi.
- Eun, Cheol S (et.all). 2013. *Keuangan Internasional*. Edisi 6 Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Fahmi, Irham. 2013. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: BPFE Universitas Diponegoro.
- Griffin, Ricky W. 2005. *Bisnis*. Edisi 8 Buku 1. Jakarta: Erlangga.
- Hadi, Hamdy. 2016. *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi 4. Jakarta: Mitra Wahana Media.
- Hanafi, Mamduh M. 2016. *Manajemen Keuangan*. Edisi kedua, Cetakan pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Hanafi, Mamduh. 2003. *Manajemen Keuangan Internasional*. Yogyakarta: BPFE.

- Hair J.F. et.all. 1995. *Multivariate Data Analysis With Reading*. Four Edition, Prentice Hall. New Jersey.
- Hery. 2016. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Grasindo.
- James C. Van Horne & John M. Wachowicz. 2014. *Prinsip- Prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 13 Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Kasmir. 2014. *Analisis laporan Keuangan*. Edisi 1 Cetakan 7. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Kuncoro, Mudrajat. 2001. *Metode Kuantitatif: Teori dan Aplikasi Untuk Bisnis dan Ekonomi*. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Madura, Jeff. 2000. *Manajemen Keuangan Internasional*. Jilid 1, Edisi 6. Jakarta: Erlangga.
- Martalena, dan Malinda. 2011. *Pengantar Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Andi.
- Riyanto, Bambang. 2013. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat Cetakan Keduabelas. Yogyakarta: BPFE
- Sartono, Agus. 2016. *Manajemen Keuangan: Teori dan Praktik*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE
- Sawir, Agnes. 2004. *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Sugiyono. 2016. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sunaryo, T. 2007. *Manajemen Risiko Finansial*. Jakarta: Salemba Empat.
- Yamin, Sofyan dan Heri. 2014. *SPSS COMPLETE* (Teknik Analisis Terlengkap dengan Software SPSS). Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Al Fatimia, dan Muhammad Sulhan. 2015. Pengaruh *Leverage* , *Financial Distress* dan *Liquidity* Sebagai Pengambilan Keputusan *Hedging*. Ejournal Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
- Aretz, Kevin and Batram. 2009. Corporate Hedging and Shareholder Value. MPRA Paper No 14088. Lancaster University Management School.
- Astyrianti, Norita dan Gede Merta. 2017 Pengaruh Leverage, Kesempatan Tumbuh, Kebijakan Dividen dan Likuiditas Terhadap Keputusan Hedging PT. Unilever Tbk. E-jurnal Manajemen Unud. Vol 6, N0 3, 2017. ISSN: 2302-8912
- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. Financial Management Spring, 26-35.
- Dewi & Purnawati. 2016. Pengaruh Market to Book Value dan Likuiditas Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Manufaktur di BEI. E-jurnal Manajemen Universitas Udayana. Vol 5, No 1, Jan 2016. Issn: 2302-8912.

- Fitriasari, Fika. 2011. Value Drivers Terhadap Nilai Pemegang Saham Perusahaan Yang Hedging di Derivatif Valuta Asing. JMB Universitas Muhammadiyah Malang. Vol 1 No 1 2011.
- Friska Saragih dan Mudholifah. 2017. Pengaruh *Growth Opportunity*, *Firm Size*, dan *Liquidity* Terhadap Keputusan *Hedging* Pada Perusahaan Perbankan Indonesia. Jurnal Ilmu Manajemen UNS, Vol 5 No 2.
- Gatot Nazir, et.all. 2015. Analysis of Hedging Determinants With Foreign Currency Derivative Instruments On Companies Listed on BEI Period 2012-2015. Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI). Vol 6, No 2, 2015.
- Hafis Nuzul, dan Maya. 2015. Pengaruh *Leverage*, *Financial Distress* dan *Growth Options* Terhadap Aktivitas *Hedging* pad Perusahaan Non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis Universitas Syiah Kuala, JDAB Vol. 2(2),00. 104-113,2015
- Indra Aslikan, dan Siti Rokhmi. 2015. Faktor- faktor yang Mempengaruhi Keputusan *Hedging* pada Perusahaan Manufaktur. E-jurnal STIESIA Surabaya.
- Inge Munthr dan Farina. 2015. Pengaruh *Market To Book Value*, *Leverage*, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Keputusan *Hedging* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2015. E-jurnal FEB UMRAH, Tanjungpinang, Indonesia.
- Ida Ayu, et.all. 2016. Determinasi Keputusan *Hedging* Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. E-jurnal Ekonomi dan Bisnis Unud 5.10(2016): 3391-3418, ISSN: 2337-3067.
- Jang, S and Tang. 2011. Weather risk Management: Geographic diversification and financial hedging for ski resorts. International Journal of Hospitality Management, 30(2), 301-311.
- Jiwandhana, Putra Sartika. 2016. Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Keputusan Hedging Perusahaan Manufaktur Indonesia. E-jurnal Manajemen Universitas Udayana. Vol 5, No 1, Jan 2016. ISSN: 2302-8912.
- Kartini, dan Rif'ad. 2012. Kebijakan *Hedging* dengan derivative valuta Asing pada perusahaan go public di Indonesia periode 2009-2012. Jurnal FE UII
- Khediri, Karim Ben. 2010. Does hedging increase firm value? Evidence from French firm. Economic Letters. Vol 17 No 10 995-998, July 2010.
- Martha, Nadia. 2014. Analisis Faktor- faktor Internal yang Mempengaruhi Pengambilan Keputusan Penerapan *Hedging* pada Perusahaan Pertambangan Batubara di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014.
- Najibullah, Syed. etal. 2005. An Empirical Investigation of Relationship Between Intellectual Capital and Firms Market Value and Financial Performance: Bangladesh Commercial Banks Contex. Jouernal of Business Administration, Vol 34 No 1&2.

- Nyoman Norita, dan Gede Merta. 2017. Pengaruh *Leverage*, Kesempatan Tumbuh, Kebijakan Dividend dan Likuiditas Terhadap Keputusan *Hedging* PT. Unilever Tbk. E-jurnal Manajemen Unud, Vol 6, No 3, 2017: 1312-1339, ISSN: 2302-8912.
- Ni Komang Reni, dan Ni Ketut Purnawati. 2016. Pengaruh *Market To Book Value* dan Likuiditas Terhadap Keputusan *Hedging* Pada Perusahaan Manufaktur di BEI. E-jurnal Manajemen Unud, Vol 5, No 1, 2016: 335-384, ISSN: 2302-8912.
- Putro, H.S & Chabachib, M. 2012. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Penggunaan Instrument Derivatif Sebagai Pengambilan Keputusan Hedging. Diponegoro Business Review. Vol 1 No 1 2012 (1-11).
- Renno, dan Ida Bagus. 2013. Kebijakan *Hedging* dengan Instrumen Derivatif dalam kaitannya dengan *Underinvestment Problem* di Indonesia. E-jurnal FEB UNUD
- Repie & Sedana. 2014. Kebijakan Hedging dengan Instrumen Derivatif dalam Kaitan dengan Underinvestment Problem di Indonesia. E-jurnal Manajemen Universitas Udayana. Vol 4, issue 2.
- Sang, L. Thien, Zaton Karamah and Zaiton Osman. 2013. The Determinants Of Corporate Hedging. *Journal Of Asian Academy of Applied Business*. Vol. 2, No1, pp 44-45.
- Saragih, Friska dan Musdholifah. 2017. Pengaruh Growth Opportunity, Firm Size, dan Liquidity Terhadap Keputusan Hedging Pada Perusahaan Perbankan Indonesia. Jurnal Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya. Vol 5 No 2.
- Shaari, Noor Azizah, Nurfadhilah Abu Hasan, Yamuna Rani Palanimally and Rames Kumar Moona Haji Mohamed. 2013. The Determinans of Derivative Usage: A Study of Mallaysian Firms. *Interdisciplinary Journal of Contemporary research In Business*, 5(2): pp 300-316.
- Subdirektorat Statistik Industri Besar dan Sedang. 2016. Perkembangan Indeks Produksi Industri Manufaktur Besar dan Sedang 2014-2016. ISSN: 1978-9602, Katalog: 6102002. Jakarta: Badan Pusat Statistik.
- Suciwati dan Mchfoedz. 2002. Pengaruh Risiko Nilai Tukar terhadap Return Saham. *Journal of Indonesian Economy and Business*, FEB UGM. ISSN: 2338-5847.
- Tufano, Peter. 1996. Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Mngement Practices in the Gold Mining Industry. *The Journal Of Finance, EconPapers*. Vol 51 No 4 1097-1137, September 1996.
- Utomo, Lisa Linawati. 2000. Instrumen derivatif: Pengenalan dalam strategi Manajemen Risiko Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol 2 NO 1 (53-68).